

MARCELO COSTENARO CAVALI

Juiz Federal.

*Doutor em Direito Penal pela Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo (USP).*

**MANIPULAÇÃO DO
MERCADO DE CAPITAIS
FUNDAMENTOS E LIMITES DA REPRESSÃO
PENAL E ADMINISTRATIVA**

Editora Quartier Latin do Brasil
São Paulo, outono de 2018
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

MARCELO COSTENARO CAVALI

Manipulação do Mercado de Capitais:

Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa

São Paulo: Quartier Latin, 2018.

ISBN 85-7674-917-3

1. Mercado de Capitais 2. Direito Penal

3. Manipulação do Mercado de Capitais I. Título

Editor

Vinícius Vieira

Produção editorial

José Ubiratan Ferraz Bueno

Diagramação

Anderson dos Santos Pinto

Revisão gramatical

Ronaldo Santos Soares

Capa

Anderson dos Santos Pinto

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

Rua General Flores, 508

Bom Retiro – São Paulo

CEP 01129-010

Telefone: (11) 3222-2423

Email: quartierlatin@globo.com

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

1124963

SUMÁRIO

Agradecimentos.....	15
Apresentação	19
Prefácio.....	21
Posfácio	423

Introdução, 27

1. Manipulação do Mercado de Capitais: um Fenômeno Antigo com Novas Vestes	29
2. Justificativa da Escolha do Tema e sua Importância: Tendência Político-Criminal Contemporânea e Lacuna Doutrinária Brasileira.....	32
3. Contribuição Proposta.....	34
4. Plano da Exposição.....	35

Capítulo 1 A Teoria do Bem Jurídico e o Direito Penal Econômico, 43

1.1. A Teoria do Bem Jurídico	45
1.1.1. Evolução Histórica	45
1.1.2. Tripla Crise do Bem Jurídico	52
1.1.2.1. Crise de Identidade.....	52
1.1.2.2. Crise de Legitimidade.....	57
1.1.2.3. Crise de Utilidade.....	59
1.1.3. Conceito, Funcionalidade e Limites de Rendimento do Bem Jurídico.....	63
1.1.3.1. Conceito Próprio de Bem Jurídico.....	63
1.1.3.2. Funcionalidade e Limites do Conceito de Bem Jurídico.....	66
1.1.4. Conclusão Intermediária	69
1.2. Sobre o chamado Direito Penal Econômico.....	70
1.2.1. Em Busca de um Conceito de Direito Penal Econômico	72
1.2.2. Características Típicas do Crime Econômico	76
1.2.2.1. Bens Jurídicos Supraindividuais.....	80
1.2.2.2. Estrutura do Delito.....	86
1.2.3. Direito Penal Econômico e Direito Administrativo Sancionador.....	88

1.2.3.1. Diferenciação Ontológica entre os Ilícitos Penais e Administrativos.....	88
1.2.3.2. Diversidade de Regimes Jurídicos dos Ilícitos Penais e Administrativos.....	95
1.2.3.3. Balanço: Distinções Materiais e Formais entre as Espécies de Ilícito.....	98

Capítulo 2

Regulação e Direito Administrativo Sancionador do Mercado de Capitais, 101

2.1. Contexto Econômico e Jurídico do Mercado de Capitais.....	103
2.1.1. Mercado Financeiro em Sentido Amplo e suas Subespécies.....	103
2.1.2. Mercado Financeiro em Sentido Estrito e Intermediação Financeira	105
2.1.3. Conceito e funções do mercado de capitais.....	106
2.2. Regulação da Atividade Econômica.....	110
2.2.1. O Estado Regulador	110
2.2.2. Regulação: Conceito, Objeto, Estrutura e Finalidades.....	112
2.3. Regulação do Mercado de Capitais.....	115
2.3.1. Origem e Objeto.....	116
2.3.2. Finalidades.....	120
2.3.3. Estruturas e Atribuições das Entidades Reguladoras.....	125
2.3.3.1. A Comissão de Valores Mobiliários.....	125
2.3.3.2. Autorregulação do Mercado de Capitais.....	130
2.4. Mecânica da Manipulação de Mercado.....	138
2.4.1. Espécies de Investidores e de Informações Existentes no Mercado	139
2.4.2. Classificação das Formas de Manipulação do Mercado.....	142
2.5. Atividade Sancionadora no Mercado de Capitais:	
a Infração Administrativa de Manipulação de Mercado na Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários.....	153
2.5.1. Condições Artificiais de Demanda, Oferta ou Preço de Valores Mobiliários	157
2.5.2. Manipulação de Preços.....	161
2.5.3. Operação Fraudulenta.....	165
2.5.4. Prática não Equitativa.....	167

Capítulo 3

Bem Jurídico Tutelado e Aspectos Constitucionais Relativos ao Delito de Manipulação de Mercado, 171

3.1. O Bem Jurídico Lesionável pela Manipulação de Mercado.....	173
3.1.1. Capacidade Funcional do Mercado de Capitais.....	173
3.1.2. Mercados Eficientes e Investidores Racionais.....	174
3.1.3. Caráter Informativo dos Preços de Negociação de Valores Mobiliários.....	176
3.1.4. A Capacidade Funcional Alocativa do Mercado de Capitais como Bem Jurídico Supraindividual.....	180
3.1.5. Dignidade Constitucional do Bem Jurídico.....	187
3.2. Princípios Constitucionais Penais e a Manipulação de Mercado	191
3.2.1. Princípio (ou Postulado) da Proporcionalidade.....	191
3.2.1.1. Teste de Adequação: Perspectivas Normativa e Empírica	193
3.2.1.2. Teste de Necessidade e o Princípio da Subsidiariedade.....	202
3.2.1.3. Teste da Proporcionalidade em Sentido Estrito e Princípio da Fragmentariedade.....	209
3.2.2. Princípio da Ofensividade, Delitos de Perigo Abstrato e Imputação Objetiva	213
3.2.3. Princípio da Legalidade e Proibição de Leis Penais Indeterminadas.....	230
3.2.4. Vedação ao <i>bis in idem</i> e Cumulação de Sanções Administrativa e Penal.....	241
3.2.4.1. A Disciplina do Tema em Tratados Internacionais sobre Direitos Humanos Internalizados no Direito Brasileiro.....	243
3.2.4.2. A <i>Double Jeopardy Clause</i> na Jurisprudência Estadunidense.....	245
3.2.4.3. Jurisprudência do Tribunal Europeu de Direitos Humanos	250
3.2.4.4. Balanço dos Diferentes Sistemas: Complexidade e Inconsistência dos Critérios de Verificação da Identidade de Sanções	256
3.2.4.5. Análise do Direito Brasileiro: Limites e Possibilidades de <i>Lege Ferenda</i> e de <i>Lege Lata</i>	258

Capítulo 4

Análise Dogmática do Delito de Manipulação de Mercado (Artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976), 267

4.1. Aspectos Históricos e Processuais.....	269
4.1.1. Antecedentes Históricos e o Tipo Penal Atual	269
4.1.2. Competência para Processamento e Julgamento.....	271
4.2. Elementos Pessoais do Tipo.....	277
4.2.1. Sujeito Ativo, Autoria e Participação.....	278
4.2.2. Sujeito Passivo e Assistente Processual	289
4.3. Elementos Objetivos do Tipo.....	291
4.3.1. Elementos Descritivos do Tipo.....	292
4.3.2. Elementos Normativos do Tipo.....	292
4.3.2.1. Operações Simuladas e Manobras Fraudulentas.....	293
4.3.2.2. Idoneidade para Afetar o Processo de Formação de Preços de Valores Mobiliários. Cotação, Preço e Volume Negociado de Valores Mobiliários	304
4.3.2.3. Valores Mobiliários.....	314
4.3.2.3.1. Bolsa de Valores, de Mercadorias e de Futuros, Mercado de Balcão Organizado e Não Organizado.....	317
4.3.3. Tipologias de Manipulação.....	325
4.4. Elementos Subjetivos do Tipo.....	332
4.4.1. Dolo.....	332
4.4.2. Finalidade de Elevar, Manter ou Baixar a Cotação, o Preço ou o Volume Negociado de um Valor Mobiliário.....	336
4.4.3. Fim de Obter Vantagem Indevida ou Lucro, para Si ou para Outrem, ou Causar Dano a Terceiros	338
4.5. Interface entre as Esferas Administrativa e Penal	340
4.5.1. Acessoriedade Conceitual do Tipo Penal de Manipulação do Mercado.....	340
4.5.2. O Término do Processo Administrativo Sancionador da CVM é Pressuposto para a Persecução Penal?.....	348
4.5.3. Efeitos da Decisão Administrativa sobre a Esfera Penal.....	353
4.5.3.1. Questões Fáticas	354
4.5.3.2. Questões (Eminentemente) Jurídicas.....	356
4.5.3.3. Questões (Eminentemente) Técnicas	360
4.5.4. Efeitos da Decisão Penal sobre a Esfera Administrativa.....	361

Capítulo 5

Aperfeiçoamento do Combate à Manipulação de Mercado e sua Adequação aos Princípios Constitucionais Penais, 365

5.1. Propostas para a Adequação do Tipo Penal à	
Proteção do Bem Jurídico.....	367
5.1.1. Condutas a serem Sancionadas (Apenas) Administrativamente.....	368
5.1.2. Condutas Dignas de Proteção Penal.....	369
5.2. Sobre a Estrutura Institucional de Combate à	
Manipulação de Mercado (<i>Enforcement</i>).....	373
5.2.1. Cooperação entre os Órgãos Responsáveis pela Repressão	
da Manipulação do Mercado na Fase Investigatória.....	373
5.2.2. Interação entre o Processo Administrativo e o Processo Penal	378

Síntese das Principais Conclusões, 383

Introdução	385
Capítulo 1.....	385
Capítulo 2.....	387
Capítulo 3.....	390
Capítulo 4.....	395
Capítulo 5.....	400

Referências Bibliográficas, 403

Posfácio	423
----------------	-----